

**Biuro Analiz Makroekonomicznych**  
research@bankmillennium.pl

**Grzegorz Maliszewski**  
Główny Ekonomista  
+48 22 598 22 38

**Andrzej Kamiński**  
Ekonomista  
+48 22 598 20 10

**Mateusz Sutowicz**  
Analityk rynków finansowych  
+48 22 598 22 36

22 lutego 2021

## Bieżący tydzień na rynkach finansowych

Nastroje na rynkach finansowych pozostają dobre. Optymizm zwiększają między innymi najnowsze informacje dotyczące szczepień przeciwko COVID-19 dotyczące ich wysokiej skuteczności potwierdzonej już poza badaniami klinicznymi oraz plany niektórych państw poluzowywania obostrzeń. W rezultacie euro zyskuje na wartości w relacji do dolara, a przede wszystkim franka szwajcarskiego. Dziś kurs EUR/CHF przejściowo wyznaczył najwyższy w tym roku poziom 1,0887. Tanieją ponadto obligacje bazowe - kolejne aktywo z grupy tzw. bezpiecznych przystani. W tym tygodniu kalendarium zdominowane jest przez odczyty danych z USA. Jak pokazał przykład ubiegłego tygodnia, gdy poznaliśmy zaskakująco optymistyczne dane o amerykańskiej sprzedaży detalicznej, rynek dolara może pozostawać wrażliwy na sygnały ze Stanów Zjednoczonych. W przypadku krajowego podwórka spodziewamy się natomiast marazmu zarówno kursu EUR/PLN - ciekawiej prezentować się będą pozostałe pary złotych, w szczególności CHF/PLN - oraz niewielkiej aktywności na rynku obligacji skarbowych o 10-letnim terminie zapadalności. Uważamy bowiem, iż pozostanie on odporny na trend tworzących się oczekiwań na podwyżki stóp procentowych na świecie.

## Najważniejsze dane tego tygodnia

### Dane o strukturze PKB w 4Q 2020 ciekawe choć bez wpływu na perspektywy

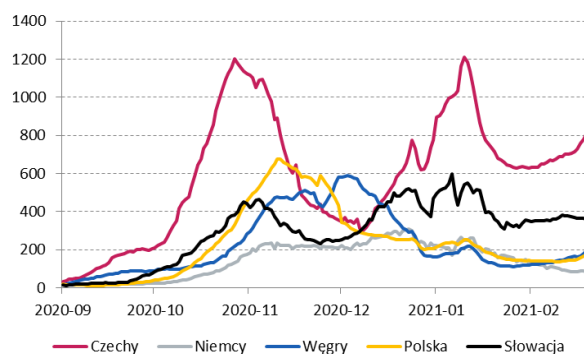
W piątek GUS opublikuje dane o strukturze wzrostu gospodarczego w 4Q20. Dane te mają charakter historyczny i nie będą miały wpływu na nastroje rynkowe. Dynamikę PKB wynoszącą wg. wstępnych danych -2,8% r/r (wobec -1,5% r/r w 3Q20) obniżyły spadki inwestycji i konsumpcji. Również zmiana zapasów oddziaływała niekorzystnie na dane o wzroście gospodarczym. Skalę spadku ograniczała natomiast konsumpcja rządowa i eksport netto. W zakresie inwestycji oczekiwac należy utrzymania dwucyfrowego spadku r/r. Ten rok przyniesie odbudowę gospodarki, choć nawrót pandemii i utrzymanie restrykcji mogą ograniczyć tempo odbudowy w 1Q. Należy jednak zaznaczyć, że kolejne fale pandemii wywierają coraz mniejszy wpływ na gospodarkę. Od drugiego kwartału dynamika wzrostu powinna być dodatnia, czemu sprzyjać będzie efekt bardzo niskiej bazy statystycznej. W kolejnych kwartałach wraz z postępowaniem szczepień wzrost gospodarczy powinien się utrwalać.

### Seria danych z amerykańskiej gospodarki

Ten tydzień przyniesie publikację licznych danych makroekonomicznych z USA. Obok publikacji szacunku PKB za 4Q ub. r., które mają już charakter historyczny publikowane będą dane za styczeń (zamówienia na dobra trwałe, dochody i wydatki Amerykanów), które powinny potwierdzić silne odbicie aktywności ekonomicznej na początku roku, wsparte pakietem fiskalnym uchwalonym pod koniec ub. roku jeszcze przez administrację D.Trumpa. Oczekiwania na dalszą część 2021 r. dla gospodarki USA pozostają pozytywne, ze względu na kolejny pakiet zaproponowany przez nowego prezydenta J. Bidena, a także postęp szczepień, który pozwoli złagodzić skutki ekonomiczne ewentualnych kolejnych fal pandemii.

## Wykres tygodnia

Dzienna liczba potwierdzonych przypadków COVID-19 na 1 mln mieszkańców (średnia tygodniowa)



Źródło: Macrobond

Ostatnie dni przynoszą nasilenie pandemii w Polsce oraz innych krajach UE. Rodzi to ryzyko wydłużenia lub nasilenia obostrzeń, co nie będzie sprzyjało odbudowie aktywności ekonomicznej w 1Q br. Wpływ kolejnej fali pandemii na gospodarkę nie powinien być jednak znaczny. Adaptacja gospodarki, a także kontynuacja procesu szczepień będą wspierały wzrost gospodarczego w II poł. roku. Pozwala to nam utrzymać prognozę PKB w całym roku na poziomie 4,4%.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,4955	0,2%
USD/PLN	3,7032	0,2%
CHF/PLN	4,1232	-0,7%
EUR/USD	1,2140	0,1%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	0,18	-1
WIBOR 3M	0,21	0

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	0,15	2
5Y	0,74	22
10Y	1,38	4

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	0,46	1
5Y	1,00	3
10Y	1,56	6

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	-0,31	9
US 10Y	1,36	16

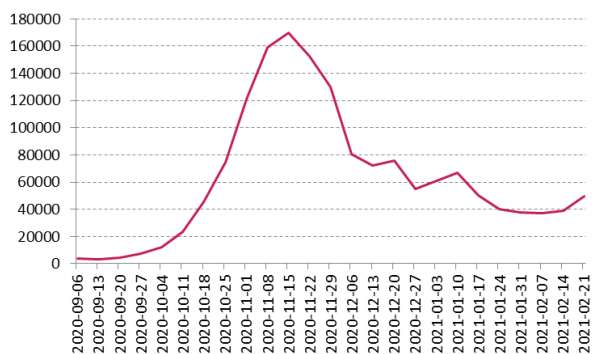
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	58712,5	2,2
S&P 500	3906,7	-0,2
Nikkei 225	30156,0	0,2

Źródło: Refinitiv

Dane z dnia dzisiejszego godz. 10.00 i zmiany tygodniowe

## Makro - kraj

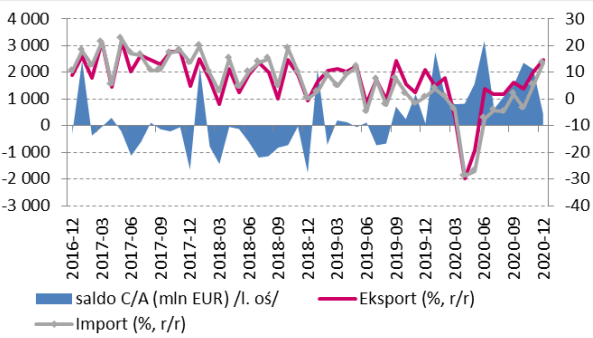
### Liczba potwierdzonych przypadków COVID-19 w Polsce w poszczególnych tygodniach



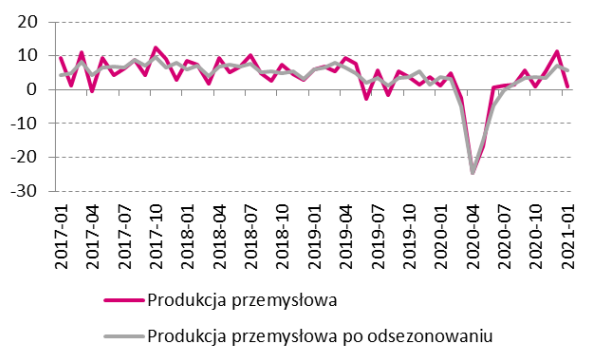
### Liczba szczepień w przeliczeniu na 100 mieszkańców



### Bilans obrotów bieżących w Polsce



### Produkcja przemysłowa w Polsce [% r/r]



### Rosną obawy o kolejną falę zachorowań na COVID-19 w Polsce

W ubiegłym tygodniu liczba potwierdzonych zachorowań na COVID-19 w Polsce wyniosła blisko 50 tys., a więc była o 29,0% wyższa niż tydzień wcześniej. Poluzowanie obostrzeń 2 tygodnie temu, w tym zwiększenie limitów w hotelach oraz otwarcie obiektów sportowych oczywiście odbija się na wzroście liczby infekcji. Rzecznik ministerstwa zdrowia powiedział, że „mamy początek III fali. Nie jest tak dynamiczna jak w Czechach i na Słowacji. Niestety obserwujemy trend wzrostowy. To co się dzieje to pokłosie mobilności.” Minister zdrowia dodał natomiast, że „prognozujemy, że to apogeum będzie miejsce mniej więcej na przelomie marca i kwietnia, czyli czeka nas tak naprawdę mniej więcej miesiąc nieprzerwanych wzrostów (liczby zakażeń)... Póki co, te prognozy pokazują, że szczyt tej trzeciej fali będzie na takim średnim dziennym poziomie mniej więcej 10-12 tysięcy przypadków dziennie, co z punktu widzenia samego systemu opieki zdrowotnej jest już liczbą, z którą już sobie poradziliśmy”. Scenariusz ten obarczony jest dużo dozą niepewności. Tymczasem na świecie trwają szczepienia przeciw COVID-19. W przeliczeniu na 100 mieszkańców podano w Polsce ok 7 szczepionek, co pozytywnie wyróżnia Polskę na tle innych dużych członków Unii Europejskiej. Dla porównania jednak postęp szczepień w Izraelu jest dziesięciokrotnie większy. W związku z tym zniesiono w tym kraju część obostrzeń.

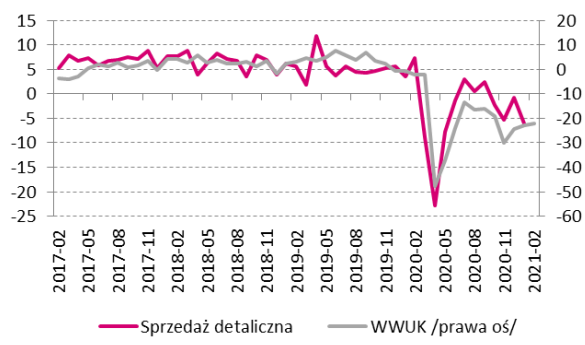
### Grudniowe dane potwierdzają, że eksport jest jednym z filarów polskiej gospodarki

Nadwyżka na rachunku obrotów bieżących wyniosła w grudniu 430 mln EUR wobec 2116 mln EUR miesiąc wcześniej. W całym roku natomiast nadwyżka na rachunku obrotów bieżących sięgnęła 3,5% PKB. W zakresie wymiany handlowej grudzień przyniósł dalsze przyspieszenie eksportu i importu do odpowiednio 14,8% i 13,6%. Natomiast w całym roku licząc w euro eksport wzrósł o 3,2%, podczas gdy import był o 1,6% niższy niż przed rokiem. Dane te wpisują się więc w ożywienie popytu zagranicznego i globalnej wymiany handlowej. Najsilniej rośnie eksport baterii samochodowych i innych części motoryzacyjnych, odbiorników telewizyjnych, mebli, odzieży oraz samochodów dostawczych. Dane o handlu zagranicznym wskazują, że eksport netto pozostaje ważnym filarem gospodarki i pozytywnie kontrybuuje do PKB. W roku 2021 wraz z odbudową popytu krajowego, a w ślad za nim także importu, spodziewamy się spadku nadwyżki na rachunku obrotów bieżących, choć w dalszym ciągu pozostanie ona na poziomach gwarantujących utrzymanie stabilności zewnętrznej polskiej gospodarki.

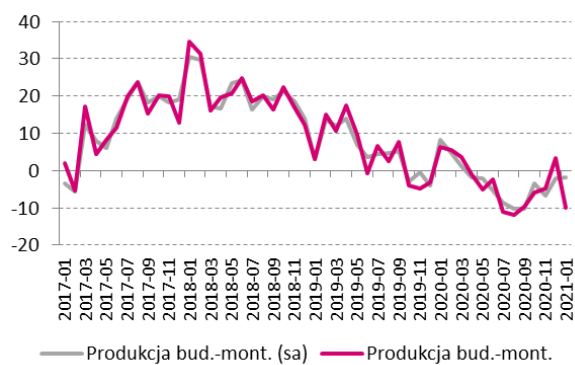
### Czynniki kalendarzowe wyhamowały produkcję przemysłową w styczniu...

Produkcja sprzedana w przemyśle wzrosła w styczniu tego roku o 0,9% r/r, znacznie wolniej niż o 11,2% r/r w grudniu ub. roku. Silne wyhamowanie dynamiki produkcji to w dużej mierze efekt niekorzystnego układu kalendarza (mniejsza niż przed rokiem liczba dni roboczych). Eliminując wpływ czynników sezonowych i kalendarzowych wzrost produkcji wyniósł 5,7% r/r, co oznacza znacznie mniejsze wyhamowanie względem grudnia, kiedy odsezonowany wzrost produkcji wyniósł 7,1% r/r. Kondycja przemysłu pozostaje solidna, wspierana odbudową koniunktury globalnej i handlu globalnego. Wciąż dynamicznie rośnie produkcja w branżach o wysokim udziale eksportu w sprzedaży ogółem, co wpisuje się w obraz odbudowy popytu globalnego i handlu zagranicznego. W grudniu rosta produkcja dóbr zaopatrzeniowych oraz dóbr konsumpcyjnych trwałych, natomiast spadała produkcja dóbr inwestycyjnych i energii. Wydaje się więc, że wciąż aktywność inwestycyjna firm utrzymuje się na niskim poziomie, a filarem gospodarki jest popyt konsumpcyjny. Opublikowane dane nie zmieniają naszych oczekiwań na ten rok. Gospodarka, szczególnie przemysł, zaadaptowała się częściowo do funkcjonowania w warunkach pandemii i aktywność części sektorów gospodarki odradza się pomimo pandemii. Usługi wciąż odczuwać będą jej skutki, jednak sektor przemysłu odbudowuje się wspierany ożywieniem globalnej koniunktury i handlu światowego. Potencjał na wyraźne przyspieszenie ma konsumpcja, która wsparta będzie wzrostem oszczędności, jakie zakumulowane zostały w czasie pandemii. Nasza

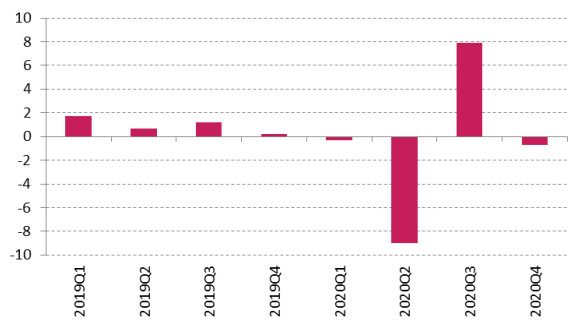
## Sprzedaż detaliczna [% r/r] i wyprzedzający wskaźnik ufności konsumenckiej [pkt]



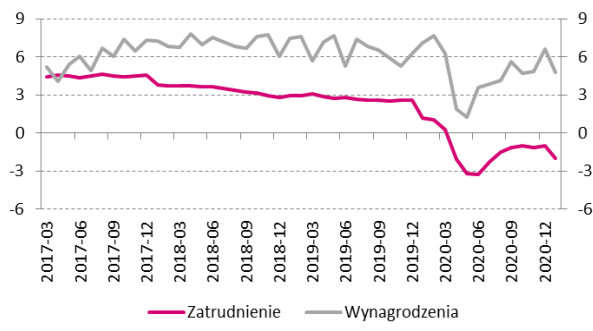
## Produkcja budowlano-montażowa [% r/r]



## Dynamika PKB [% kw/kw]



## Dane z rynku pracy w sektorze przedsiębiorstw [% r/r]



Źródło: Macrobond, Bank Millennium, PAP, <https://ourworldindata.org/>

prognoza wzrostu w tym roku na poziomie 4,4% pozostaje aktualna. Wciąż czynnikiem niepewności jest wpływ przedłużającej się pandemii na gospodarkę, wydaje się jednak, że postęp procesu szczepień powinien stopniowo stabilizować sytuację epidemiczną.

### ...a styczniowe obostrzenia dotknęły sprzedaż detaliczną

Sprzedaż detaliczna w cenach stałych spadła w styczniu o 6,0% r/r, po spadku o 0,8% r/r miesiąc wcześniej. Dane te okazały się słabsze od konsensusu rynkowego wynoszącego -4,5% r/r. Według danych GUS po korekcie sezonowej i liczby dni handlowych sprzedaż detaliczna obniżyła się w styczniu o 1,4% m/m. Dane te wskazują, że ponownie wprowadzone obostrzenia dla działalności galerii handlowych odcisnęły swoje piętno na wyniki handlu detalicznego. Wpływ ten jest jednak słabszy niż na wiosnę 2020 r. Ponadto naszym zdaniem nałożyło się na to niekorzystne odreagowanie w warunkach obniżonej skłonności do konsumpcji po zwiększonych zakupach w okresie przedświątecznym. Struktura danych odzwierciedla wpływ wyższych czynników. Spadek sprzedaży odzieży, tekstyliów i obuwi wyniósł 40,8% r/r po spadku o 10,9% w grudniu. Znacząco pogłębiły się również spadki sprzedaży w grupie obejmującej książki, prasę, i pozostałą sprzedaż w niewyspecjalizowanych sklepach. Odzwierciedla to, obok głębszych spadków sprzedaży kosmetyków, farmaceutyków oraz paliw poświąteczny spadek skłonności do konsumpcji i obniżenie mobilności społecznej. Biorąc pod uwagę zmienność danych w warunkach pandemii naszym zdaniem dzisiejszy odczyt nie składnia do bicia na alarm o pogłębiającym się wpływie pandemii i obostrzeń na gospodarkę, gdyż oddziaływanie tych czynników będzie krótkotrwałe, zwłaszcza, że w lutym ponownie zdjęto część ograniczeń dla działalności galerii handlowych.

### Budownictwo słabiej na początku roku...

Produkcja budowlano-montażowa spadła natomiast w styczniu o 10,0% r/r po zaskakująco dobrym odczycie w grudniu wynoszącym +3,4% r/r. Do znaczącego spadku przyczyniła się wysoka baza odczytu ze stycznia 2020 r., niekorzystna różnica w licznie dni roboczych oraz trudniejsze warunki pogodowe. Po korekcie sezonowości i efektu kalendarzowego dynamika m/m wyniosła -1,7% m/m wobec -2,1% m/m w grudniu. Styczniowe dane interpretujemy zatem pomimo wyraźnego spadku w kategoriach pewnej stabilizacji koniunktury w budownictwie na przełomie 2020 i 2021 r., po tym jak w 4Q 2020 r. sektor ten odrabiał straty po trudnym 3Q 2020 r. Spodziewamy się, że najbliższe miesiące nie przyniosą istotnych zmian w obrazie aktywności sektora.

### ...ale krajowa gospodarka najprawdopodobniej uniknie technicznej recesji w 1Q 2021...

Styczniowy komplet danych z gospodarki realnej jest znacząco gorszy od bardzo dobrego jak na warunki pandemii grudnia. Krajowa gospodarka pozostawała jednak pod wpływem czynników kalendarzowych oraz tymczasowych. Z tego względu oczekujemy, że w całym 1Q 2021 dynamika PKB kw/kw w ujęciu odsezonowanym ma szansę znaleźć się na niewielkim plusie, co pozwoli uniknąć technicznej recesji definiowanej jako dwa kwartały z rzędu spadku PKB. Sprzyjać temu będzie zwłaszcza koniunktura w przemyśle. Opublikowane dziś wstępne wyliczenie indeksu PMI za luty dla tego samego sektora w strefie euro wyniosło 57,7 pkt, co jest najwyższą wartością od trzech lat. Potwierdza to trwające globalne ożywienie w przemyśle, czego uczestnikiem jest także krajowy sektor wytwórczy. Wraz ze zniesieniem obostrzeń dla handlu od lutego konsumpcja gospodarstw domowych nie powinna pogorszyć się w 1Q 2021 względem 4Q 2020. Niemniej roczna dynamika PKB w 1Q 2020 r. pozostanie ujemna, choć spadek ten będzie płytszy niż o 2,8% r/r odnotowane w 4Q 2020.

### ...a perspektywy na 2021 r. po grudniowych i styczniowych danych nie ulegają zmianie.

Postępujące szczepienia przeciw COVID-19 niosą nadzieje na większe odmrożenie gospodarki i spadek niepewności. Z tego względu zakładamy, że od 2Q 2021 r. wzrost PKB znacząco przyspieszy wspierany silnie efektem niskiej bazy odniesienia. Ożywieniu w II połowie 2021 r. powinna ulec konsumpcja gospodarstw domowych jako odreagowanie po uśpionym przez pandemię popycie przy dobrej sytuacji na rynku pracy. Wraz z lepszymi perspektywami dla gospodarki odbicie ulegną także inwestycje firm, tym bardziej że oczekiwana dobra koniunktura w przemyśle będzie wymagała

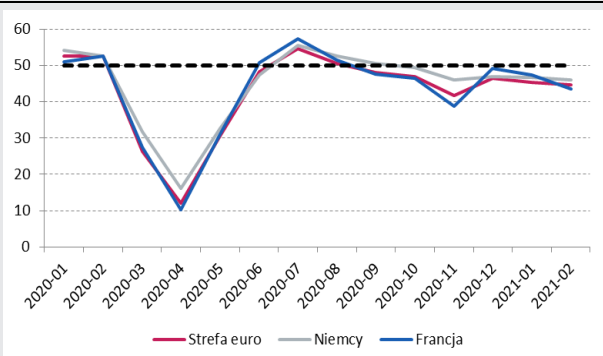
zwiększenia zdolności wytwórczych. Oczekiwania dla inwestycji sektora publicznego na 2021 r. pozostają bardziej niepewne ze względu na początek nowej perspektywy finansowej UE, a także możliwości finansowe sektora samorządów. Podsumowując dane styczniowe nie zmieniają oczekiwań dla krajowej gospodarki na 2021 r., gdy według naszej prognozy PKB wzrośnie o 4,4%, po spadku o 2,8% w ub. roku.

## **Styczniowe dane z rynku pracy zaburzone coroczną rewizją próby badanych przedsiębiorstw**

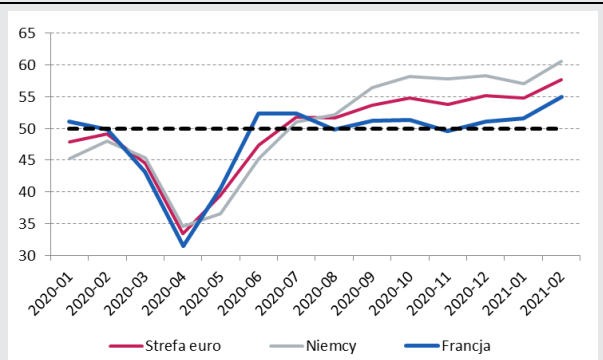
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw spadło w styczniu tego roku o 2,0% r/r wobec spadku o 1,0% r/r miesiąc wcześniej. To nieco gorszy wynik od naszego szacunku na poziomie -1,5% r/r. W tym samym czasie dynamika wynagrodzeń wyhamowała do 4,8% r/r z 6,6% w grudniu. Interpretacja styczniowych danych z rynku pracy w sektorze przedsiębiorstw jest utrudniona, ponieważ styczeń jest miesiącem rewizji zbiorowości przedsiębiorstw sprawozdających dane. Biorąc pod uwagę spadek zatrudnienia w ubiegłym roku, rewizja grupy przedsiębiorstw miała zapewne negatywny wpływ na zmianę zatrudnienia. Dodatkowo na niższą liczbę etatów wpłynęło zakończenie i nieprzedłużanie umów terminowych, zwolnienia pracowników a także odejścia na emeryturę. Perspektywy rynku pracy na ten rok nie ulegają zmianie. Utrzymujące się restrykcje zmniejszają popyt na pracowników w sektorach usługowych, natomiast sytuacja firm przemysłowych stopniowo poprawia się. Odbudowa popytu na pracę będzie jednak stopniowa i uzależniona od utrzymywanych restrykcji epidemicznych. Czynnikiem niepewności jest wpływ wygaśnięcia programów pomocowych, które uwarunkowane były utrzymanie zatrudnienia na niezmiennym poziomie. Nie zmienia to jednak ogólnej oceny, że kondycja rynku pracy będzie w tym roku nieznacznie lepsza niż oczekiwaliśmy pod koniec ubiegłego roku i spodziewana wyższa stopa bezrobocia niższa.

## Makro - zagranica

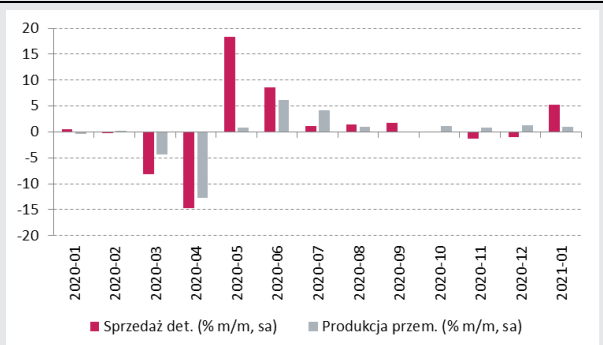
### Indeks PMI dla usług [pkt]



### Indeks PMI dla przemysłu [pkt]



### Sprzedaż detaliczna i produkcja przemysłowa w USA



Źródło: Macrobond

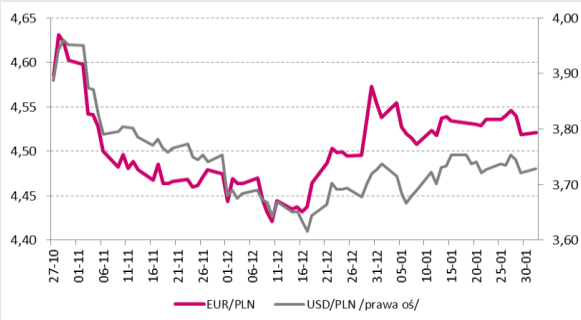
### Zaskakująco dobre dane z europejskiego przemysłu

Według wstępnych wyliczeń indeks PMI dla usług w strefie euro obniżył się w lutym do 44,7 pkt z 45,7 pkt w styczniu, tj. do najniższego poziomu od listopada. Spadki zostały odnotowane we Francji - do 43,6 pkt z 47,3 pkt w lutym oraz w Niemczech - do 45,9 pkt z 46,7 pkt. Według raportu PMI w pozostałych badanych regionach koniunktura w usługach została oceniona jako mniej pesymistyczna (wskaźnik nadal kształtuje się poniżej neutralnego poziomu 50,0 pkt). Informacje te potwierdzają negatywny wpływ przedłużania obostrzeń w największych gospodarkach unii walutowej - w Niemczech i we Francji. Według ankiety PMI aktywność w przemyśle uległa natomiast silnej poprawie, zwłaszcza w Niemczech. Indeks dla tego sektora wzrósł w lutym w strefie euro do 57,7 pkt z 57,1 pkt w styczniu, tj. do najwyższego poziomu od 3 lat, a dla samych Niemiec do 60,6 pkt z 57,1 pkt. Warto jednak zauważyć, że wzrost ten napędzany był w części przez rosnące opóźnienia dostaw, a subindeks wchodzący w skład PMI mający je odzwierciedlać osiągnął w lutym drugą najwyższą wartość od początku badania w 1997 r. Opóźnienia te wynikają z faktu, że pandemia ogranicza przepływy w łańcuchach dostaw a podaż produktów nie wystarcza do zaspokojenia popytu. Ze względu na ten czynnik sztucznie zawyżający całość indeksu PMI sektor wytwórczy może nie skompensować spadku aktywności w usługach w 1Q21, a w konsekwencji strefa euro znalazła by się w tzw. technicznej recesji. Pomimo przedłużających się obostrzeń w Eurolandzie oczekiwania na przyszłość w lutym okazały się najlepsze od początku pandemii, co wynika z realizacji szczepień i oczekiwanego zniesienia obostrzeń. W kontekście gospodarki polskiej dane PMI z przemysłu są dobrą informacją, a krajowy przemysł powinien w najbliższych miesiącach być znaczącą podporą koniunktury.

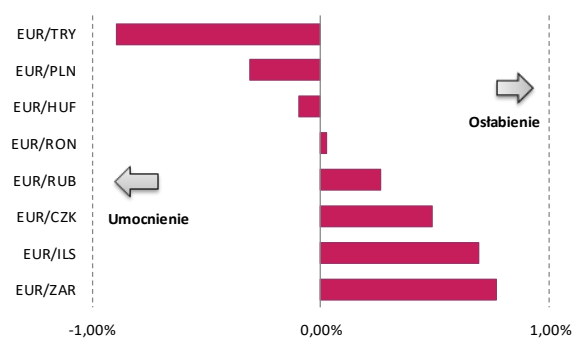
### Styczeniowe dane z przemysłu i handlu USA dużo lepsze od oczekiwań

Sprzedaż detaliczna w USA wzrosła w styczniu o 5,3% m/m wobec spadku o 1,0% m/m miesiąc wcześniej. To wynik znacznie lepszy od konsensusu rynkowego wskazującego na jej zwyżkę o 1,1% m/m. Wyłączając auta sprzedaż wzrosła aż o 5,9% m/m. Silniejsza skala wzrostu notowana była tylko w maju i czerwcu ubiegłego roku, kiedy gospodarka USA odbudowywała się po wiosennym lockdownie. Rewelacyjne wyniki sprzedaży w styczniu to efekt realizacji pakietu pomocowego, który w grudniu ub. roku został powiększony o dodatkowe 900 mld USD. Z łącznej wartości programu pomocowego, 600 mld USD trafiło do Amerykanów w formie czeków, które mogły być przeznaczone bezpośrednio na zakupy. W rezultacie wystrzeliła sprzedaż dóbr trwałych, ale też żywności. Pakiety pomocowe zdecydowanie napędzają gospodarkę i neutralizują wpływ przedłużającej się pandemii. W najbliższych tygodniach zakończą się prace nad kolejnym pakietem fiskalnym, zaproponowanym przez nowego prezydenta USA J Bidena, w wyniku którego do Amerykanów popłyną kolejne miliardy dolarów, co dodatkowo wesprze wydatki konsumpcyjne. Pozytywne perspektywy konsumpcji wzmacnia też postępujący proces szczepień. Gospodarka USA powinna odbudowywać się po ubiegłorocznej recesji, a ważnym filarem wzrostu pozostanie konsumpcja. Pomimo pozytywnych perspektyw gospodarki USA, polityka pieniężna powinna pozostać łagodna.

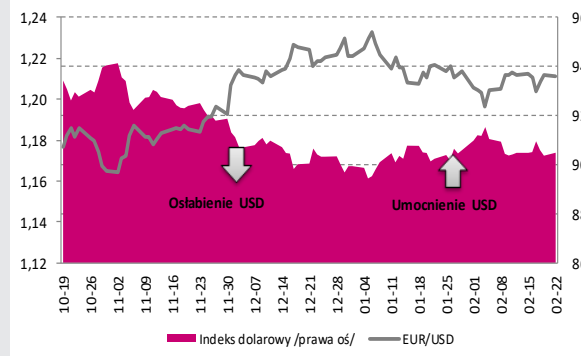
## Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



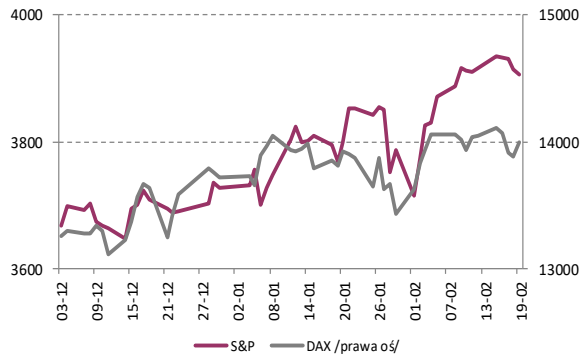
## Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



## Notowania indeksu dolarowego i kursu EUR/USD



## Indeksy giełdowe [pkt.]






Źródło: Refinitiv

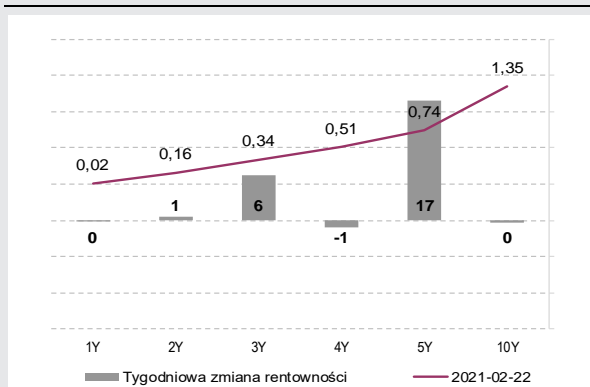
## Rynek walutowy

Miniony tydzień w notowaniach EUR/PLN był niezwykle spokojny. Kurs koncentrował się bowiem wokół poziomu 4,4850 generując przez cały omawiany okres niewielką zmienność +/- 1 grosz. Co ciekawe złoty pozostawał odporny na nasilające się oczekiwania na podwyżkę stóp procentowych w perspektywie roku. Na aprecjację nie pozwoliły wypowiedzi przedstawicieli Narodowego Banku Polski - wiceprezes M. Kightley przyznała, iż NBP „zdecydowanie nie chce mocnej, procyklicznej aprecjacji złotego” - oraz Rady Polityki Pieniężnej. J. Żyżyński stwierdził, iż „dobrze by było, żeby złoty nie umacniał się dalej niż do ok. 4,50 PLN za EUR”. Rezultatem była stabilizacja wyceny złotego do euro, choć podkreślić należy, iż trend boczny widoczny był w minionym tygodniu także w notowaniach EUR/HUF. Przecena dotknęła natomiast czeską koronę, która jednak w poprzednich tygodniach dynamicznie zyskiwała na wartości na fali lepszych danych i jastrzębich komentarzy prezesa tamtejszego banku centralnego. Na globalnym rynku walutowych miniony tydzień zapamiętany zostanie jako okres przeceny szwajcarskiego franka, co utożsamiamy z relatywnie dobrymi nastrojami na świecie. Kurs EUR/CHF zwykował do najwyższego w tym roku poziomu 1,0870.

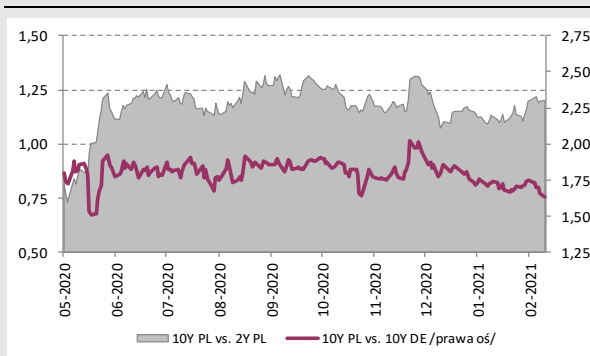
### Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	 <p>Mimo, iż niezmiennie twierdzimy, iż złoty ma podstawy, by zyskiwać na wartości, to uważamy, że koniec lutego przyniesie stabilizację jego wyceny do euro. Złożą się na to niezmiennie działania Narodowego Banku Polski (groźba interwencji walutowych) oraz dość niespodziewane ponowne złagodzenie narracji niektórych członków Rady Polityki Pieniężnej na przestrzeni zaledwie kilku dni. Warto jednak podkreślić, iż opór złotego na aprecjacji jest z wymienionych wyżej powodów sztuczny, a począwszy od drugiego kwartału, gdy marcowe posiedzenie RPP zakończy się w naszej ocenie utrzymaniem stóp procentowych a Sąd Najwyższy odpowie na niektóre pytania związane ze spornymi kwestiami dotyczącymi walutowych kredytów hipotecznych, liczymy na uruchomienie potencjału aprecjacyjnego polskiej waluty. Tym bardziej, iż nałoży się na to najprawdopodobniej dalsze odmrażanie europejskich gospodarek, co dodatkowo powinno zwiększyć entuzjazm rynków. Na ten moment jednak złotemu pozostaje wyczekiwanie i marazm notowań widoczny już w poprzednich tygodniach. Poziomy 4,46 - 4,5050 powinny skutecznie zapobiegać większej zmienności pary EUR/PLN w tym miesiącu.</p>
USD/PLN	 <p>Kurs USD/PLN konsoliduje się obecnie wokół bariery 3,70 i w naszej ocenie w obliczu oczekiwanej stabilizacji wyceny złotego oraz prawdopodobnie jedynie niewielkich zmian eurodolara zakończy na tym poziomie bieżący miesiąc.</p>
EUR/USD	 <p>Eurodolar pozostaje niewrażliwy na trendy reflacyjne, które decydują o zachowaniu niektórych aktywów - przede wszystkim rynku stopy procentowej. Kurs EUR/USD koncentruje się wokół poziomu 1,2130, który był poziomem równowagi przez niemal całą drugą połowę stycznia i pozostaje nim od połowy lutego - z krótkim epizodem wyłamania się - także i w drugiej połowie lutego. Ryzykiem dla stabilności eurodolara w ostatnim tygodniu tego miesiąca będą dane makro z USA. W przypadku gdyby znacząco odbiegały one od konsensusu - w szczególności w stronę pozytywnej niespodzianki wpisującej się w obecne nastroje rynkowe - liczymy na podbicie zmienności. Interesujące mogą być ponadto doniesienia w sprawie tworzonego pakietu fiskalnego, który ma pobudzić koniunkturę w USA.</p>

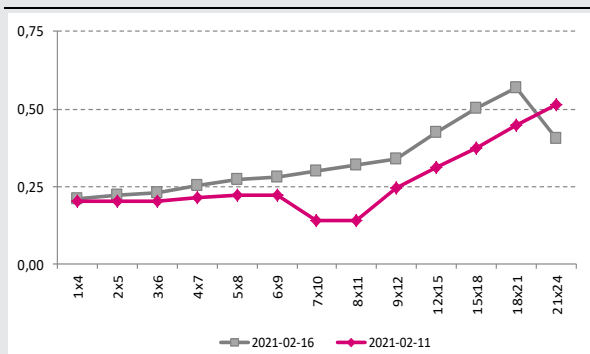
## Rentowność obligacji krajowych [%]



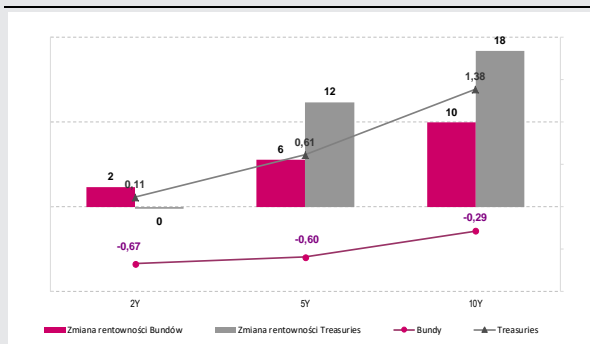
## Spread do Bundów i nachylenie krzywej SPW [%]



## Notowania kontraktów FRA w Polsce [%]



## Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Źródło: Refinitiv

## Rynek obligacji

Za nami kolejny dość burzliwy okres w notowaniach polskiego długu. Mimo, iż finalnie dochodowość 2-, czy 10-latk nie zmieniła się w sposób znaczący, to w trakcie omawianego okresu podlegała dość solidnym wahaniom. Najsilniej zmieniła się natomiast dochodowość 5-latk, która wzrosła aż o 17 bps do 0,74% dając wyraz przetaczającym się przez rynki trendom reflacyjnym. Wydarzeniem tygodnia na krajowym rynku długu był jedyny w tym miesiącu przetarg sprzedaży obligacji skarbowych. Ministerstwo Finansów sprzedało pięć serii obligacji na łączną kwotę 5,4 mld PLN przy popycie przekraczającym 7,8 mld PLN. Zmodyfikowany w stosunku do pierwotnego plan podaży zakładał maksymalną sprzedaż na poziomie 6 mld PLN. Największy udział w sprzedaży długu tj. 35,4% przypadł na serię PS1026. Niewiele mniej, bo 22,5% to sprzedaż serii DS1030. Największy bid-to-cover (przekraczający poziom 2,0) odnotowano w przypadku papierów WZ1131. Według informacji resortu finansów po przetargu stopień finansowania tegorocznych potrzeb wynosi obecnie około 53%. Nie mniej istotny był ponadto przetarg odkupu obligacji przez Narodowy Bank Polski. Bank - deklarując przed przetargiem nabycie obligacji za maksymalnie 3 mld PLN - odkupił dług za 1,05 mld PLN. Złożyły się na to zakupy pięciu serii PS0425, DS0727, WS0428, DS1029 i DS1030. Najwięcej, bo 0,39 mld PLN przypadło na obligacje zapadające w październiku 2030 roku i lipcu 2027 roku (0,24 mld PLN). Na 18szym w historii przetargu NBP nie zdecydował się natomiast na odkup obligacji FPC0630 tj. wyemitowanych przez Bank Gospodarstwa Krajowego. Działania banku centralnego, choć w naszej ocenie skromne jak na sytuację rynkową, pozwoliły - obok stabilizacji rynków bazowych - na korektę we wzrostowym trendzie rentowności.

### Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)	<p>Mimo, iż trudno dyskutować z bieżącymi trendami na rynku długu, to uważamy, iż koniec miesiąca - ze względu na swoją specyfikę - przyniesie co najmniej uspokojenie notowań, a nawet lekką presję spadkową rentowności. Oczekiwania normalizacji polityki pieniężnej - wsparte wyższymi od oczekiwań odczytami inflacji CPI w Polsce, ale i tej części Europy - w naszej ocenie w przypadku krajowego rynku są nadmierne. Nie zakładamy bowiem, spójnie ze scenariuszem prezesa NBP podwyżek stóp procentowych w perspektywie roku, co wyceniają notowanie kontraktów FRA. Z tego powodu oczekujemy mini-korekty, bądź stabilizacji notowań skarbowych papierów wartościowych. Jak wspomnieliśmy ponadto specyfika końca miesiąca i chęć optymalizacji podatku bankowego skłaniać będzie nadpłynny sektor do zakupów obligacji. Istotny dla wyceny długu skarbowego będzie także piątkowy plan podaży obligacji na marzec, który przedstawi Ministerstwo Finansów.</p>
10Y DE (%)	<p>Wzrost rentowności Bundów - mimo wolniejszego tempa - jest kontynuowany. Może to zaskakiwać w świetle niedawnych wypowiedzi części członków Europejskiego Banku Centralnego na temat możliwości obniżki stóp procentowych w strefie euro. Decydujące o zachowaniu bezpiecznych aktywów - poza poprawiającym się sentymentem globalnym - są ponadto oczekiwania reflacyjne wzmocnione ostatnimi pozytywnymi niespodziankami inflacyjnymi w Europie. Liczymy jednak na uspokojenie wyceny 10-latk niemieckiej.</p>
10Y US (%)	<p>Notowania Treasuries zdyskontowały już wiele potencjalnych czynników (odbicie gospodarki na skutek postępującego programu szczepień, czy kolejny pakiet fiskalny w USA). Z tego powodu oczekujemy stabilizacji notowań z ryzykiem dla wzrostu dochodowości w przypadku kontynuacji pozytywnych odczytów makro z USA w tym tygodniu.</p>

## Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
<b>Poniedziałek 22 lutego</b>					
10:00 Indeks Ifo	Niemcy	Luty	90.1		
14:00 Podaż pieniądza M3 r/r	Polska	Styczeń	16.4%	16.5%	16.1%
14:45 Wystąpienie prezesa EBC	EZ	Luty			
<b>Wtorek 23 lutego</b>					
10:00 <b>Stopa bezrobocia rejestrowanego</b>	<b>Polska</b>	<b>Styczeń</b>	<b>6.2%</b>	<b>6.5%</b>	<b>6.6%</b>
11:00 Inflacja HICP r/r	EZ	Styczeń	-0.3%	0.9%	
14:00 Decyzja ws. stóp proc.	Węgry	Luty	0.60%		
16:00 Wystąpienie prezesa Fed w Senacie	USA	Luty			
16:00 Indeks Conference Board	USA	Luty	89.3	90.0	
<b>Środa 24 lutego</b>					
08:00 PKB r/r	Niemcy	4Q20	-3.9%	-2.9%	
13:00 Wnioski o kredyt hipoteczny	USA	tydzień	-5.1%		
16:00 Sprzedaż nowych domów	USA	Styczeń	842k	855k	
<b>Czwartek 25 lutego</b>					
14:30 PKB kw/kw	USA	4Q20	33.4%	4.0%	
14:30 Zamówienia na dobra trwałego użytku	USA	Styczeń	0.5%	1.1%	
14:30 Zamówienia na dobra trwałego użytku bez środków transp.	USA	Styczeń	1.1%	0.7%	
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	19 lutego	861k	820k	
<b>Piątek 26 lutego</b>					
10:00 PKB r/r	Polska	4Q20	-1.5%	-2.8%	
14:30 Dochody Amerykanów m/m	USA	Styczeń	0.6%	10.0%	
14:30 Wydatki m/m	USA	Styczeń	-0.2	2.4%	
14:30 Inflacja PCE r/r	USA	Styczeń	1.3%		
14:30 Inflacja PCE bazowa r/r	USA	Styczeń	1.5%	1.4%	
16:00 Indeks Uni Michigan	USA	Luty	79.0	76.2	
<b>Poniedziałek 1 marca</b>					
09:00 Indeks PMI	Polska	Luty	51.9		
09:55 Indeks PMI dla przemysłu	Niemcy	Luty	57.1	60.6	
10:00 Indeks PMI dla przemysłu	EZ	Luty	54.8	57.7	
14:00 Inflacja CPI r/r	Niemcy	Luty	1.0%		
15:45 Indeks PMI dla przemysłu	USA	Luty	59.2	58.5	
16:00 Indeks ISM dla przemysłu	USA	Luty	58.7		

Źródło: Bloomberg, Parkiet, Bank Millennium S.A.



## Dane i prognozy

	2019	2020	2021	Q419	1Q20	2Q20	3Q20	Q420	1Q21	2Q21	3Q21	Q421
<b>PKB</b>	4,5	-2,8	4,4	3,6	1,9	-8,4	-1,5	-2,8	-2,4	9,2	2,8	7,2
<b>Stopa bezrobocia</b>	5,2	6,2	6,9	5,2	5,4	6,1	6,1	6,2	6,9	6,6	6,8	6,9
<b>Inflacja CPI (% r/r) **</b>	2,3	3,4	2,6	2,8	4,5	3,2	3,0	2,8	2,2	2,6	2,7	2,8
<b>Ropa naftowa Brent **</b>	64,6	42,6	51,7	63,4	50,5	33,6	41,0	45,2	51,1	51,6	51,9	52,0
<b>Stopa referencyjna (%)</b>	1,50	0,10	0,10	1,50	1,00	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
<b>WIBOR 1M (%)</b>	1,63	0,20	0,20	1,63	1,14	0,23	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20
<b>WIBOR 3M (%)</b>	1,71	0,21	0,22	1,71	1,17	0,26	0,22	0,21	0,21	0,21	0,21	0,22
<b>WIBOR 6M (%)</b>	1,79	0,25	0,27	1,79	1,19	0,28	0,26	0,25	0,25	0,25	0,25	0,27
<b>Obligacja 2-letnia (%)</b>	1,50	0,05	0,10	1,50	1,55	0,15	0,09	0,05	0,09	0,10	0,13	0,15
<b>Obligacja 10-letnia (%)</b>	2,07	1,23	1,50	2,07	2,10	1,35	1,35	1,23	1,30	1,35	1,40	1,50
<b>EUR/PLN</b>	4,26	4,61	4,35	4,26	4,55	4,47	4,52	4,61	4,46	4,43	4,40	4,35
<b>USD/PLN</b>	3,80	3,76	3,50	3,80	4,15	3,98	3,85	3,76	3,70	3,60	3,55	3,50
<b>GBP/PLN</b>	5,00	5,13	5,00	5,00	5,11	4,89	4,94	5,13	4,95	4,95	5,00	5,00
<b>EUR/USD</b>	1,12	1,23	1,25	1,12	1,10	1,12	1,17	1,23	1,21	1,23	1,24	1,25
<b>EURIBOR 3M</b>	-0,41	-0,57	-0,50	-0,41	-0,23	-0,43	-0,52	-0,57	-0,55	-0,55	-0,53	-0,50
<b>LIBOR 3M USD</b>	1,91	0,24	0,30	1,91	1,35	0,30	0,23	0,24	0,25	0,25	0,26	0,30

\* pola szare - prognozy i szacunki Banku Millennium \*\* średnio w okresie

Źródło: GUS, NBP, Refinitiv, Macrobond, Bank Millennium SA

Niniejsza analiza jest publikacją marketingową i została przygotowana przez Bank Millennium S.A. („Bank”), w oparciu o dane pochodzące z różnych serwisów informacyjnych, wyłącznie w celach informacyjnych. Nie stanowi ona (ani zawarte w niej informacje) rekomendacji, wyniku doradztwa inwestycyjnego, oferty ani też kierowanego do kogokolwiek (lub jakiegokolwiek grupy osób) zaproszenia do zawarcia transakcji na instrumencie bądź instrumentach finansowych. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Bank dołożył należytej staranności w celu zapewnienia, iż zawarte informacje nie są błędne lub nieprawdziwe w dniu ich publikacji, jednak Bank i jego pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za ich prawdziwość i kompletność jak również za jakiegokolwiek szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji lub zawartych w niej informacji.